

2016/08/31 08:02

◎【円債投資ガイド】Fedの長期的な金融政策実行の枠組み＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝8月26、27日に開催された米カンザスシティ連銀主催のジャクソンホール経済政策シンポジウムのテーマは「将来に向けて、弾力性のある金融政策運営の枠組みを設計する」(“Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future”)であった。

報道を見る限り、とりわけ日本国内では、Fedが市場金利の次の引き上げ誘導を年内に行うのか、行うとすればそのタイミングはいつか、という点に関心が集中し、イエレンFRB議長がこの点をどう述べたかという点ばかりがクローズアップされていた感がある。しかしながら、議事の進行と並行して逐一公表されていった資料から見る限りでは、実際の議論は上述のテーマに沿った金融調節やマネー・マーケット(短期金融市場)の運営に関する、極めて実務的な側面を多く含むものであったようだ。

今年のジャクソンホールのシンポジウムで、このようなテーマが選択された背景には、FOMCの強い問題意識があるようだ。

先ごろ公開された7月のFOMCのMinutes(議事要旨)では、会合の冒頭、通常扱う議題とは別に時間を割いて「長期的な金融政策実行の枠組み」が議論されたことが明らかにされている。これは今から1年前、2015年7月のFOMCにおいて、イエレン議長が、FRBのスタッフが近々検討に着手する旨を明らかにしたものだ。

政策金利を用いる伝統的な枠組みに代わる新たなアプローチは、実は08年4月のFOMCにおいても、スタッフが提出した「五つの枠組み」をたたき台に一度検討されている。彼らはこの時点ですでに世界的な金融危機が間近に迫りつつあり、政策金利の引き下げが「0%近傍」という当時考えられていた限界に到達する可能性を察知していたのであろう。この08年4月における検討内容は、Fedの現在の政策運営の重要な土台となっているようだ。

しかしながら、その後さらなる経験が積み重ねられてきているほか、正常化の過程に入り、マネー・マーケットに関する多くの知見が得られつつあることに鑑み、15年7月のFOMCにおいては、①「長期的な金融政策実行の枠組み」を16年末にかけて検討する②それに当たり、連邦準備制度全体のスタッフの知見を集約したり、他の中央銀行や学界、専門家と幅広く協議したりする—という方針が明らかにされていた。それを踏まえて開催されたのが、今回のジャクソンホールでのシンポジウムであったということなのだろう。

これに先立つ16年7月のFOMCでは、冒頭の時間を割いて「長期的な金融政策実行の枠組み」が議論されている。まず、FRBのスタッフから他の中央銀行の金融政策運営の分析結果が報告されている。具体的には①金融政策をコミュニケーションする上で、

どの金利が選択されているか②リザーブ（準備預金）を供給する際のアプローチ③伝統的な金融政策の実行手段を補完する上で、大規模な資産買い入れ（LSAP）、さまざまな資金調達プログラムやマイナス金利をどのように用いているか—といった観点で、各中央銀行のアプローチはさまざまであることが示された模様だ。

さらにスタッフからは、金融危機以降のF e dの金融政策運営の経験に関しても報告が行われ、①短期金融市場は、そもそも短期市場金利を決定し、金融政策運営を波及させる上で重要なものであるが、米国では危機以降、さまざまな側面で大きく変化したことや②流動性プログラムが相当に拡大された状況下ではもはや、危機前にF e dが用いていた金融調節の枠組みではFFレートを緊密にコントロールすることはできず、米国経済が減速しても、新たな政策手段を用いなければ、緩和的な状況を作り出すことはできなくなった—といった点が報告された模様である。

こうした報告を受け、FOMCメンバーは「長期的な金融政策実行の枠組み」について当面、何らかの決定を行う必要はないという点で合意した上で、今後予想されるさまざまな経済・金融環境の下で、政策実行の枠組みのフレキシビリティ（柔軟性）をいかに十分に確保するかといった点に関して議論を行っている。

そしてそのちょうど1カ月後に開催された今回のジャクソンホールでのシンポジウムでは、イエレン議長がF e dの金融政策手段に関してスピーチを行っている。そこではまず、「現在、正常化の過程にあるF e dにおいては当面、超過準備への付利が、金融政策を運営する上で重要な役割を果たすこと」を明らかにし、「付利水準の引き上げを通じてのFFレートの引き上げ誘導が十分に進んだ一定の時点で、保有する証券の再投資停止、すなわち満期落ちを開始する」という既定路線の正常化戦略に言及している。

その上で「その満期落ちが相当に進展し、超過準備残高が相当に減少した後においても、超過準備への付利がなお、危機時の金融政策手段としては重要な役割を果たすであろう」と述べている。要するに、現在の正常化は粛々と進めるが、それがいったん完了した後であっても、不測の事態への対応として改めて必要になれば資産買い入れや超過準備への付利を再び金融政策の手段として用いることがあり得る、と述べているのである。

イエレン議長は、1965年から2000年の間には平均で7%を超えていたFFレートが、今後は、米国内外における長期的な自然利子率の低下を映じ、今後は長期的にも3%程度までにしか引き上げられないと市場では予測されている、と述べている。これは景気後退時にも、政策金利のピーク時からの引き下げ幅は今後3%程度しかなく、過去の景気後退局面にF e dが平均で5.5%の金利引き下げを行っていたことを踏まえると、金融緩和の度合いが不足する可能性があることを意味している。

そうした場合には、フォワード・ガイダンスや資産買い入れを再度、金融政策の重要な手段の一つとして用いることがあり得ると指摘する一方で、F e dや他の金融当局は、金融システムの安定を確保するために注力する必要があるほか、このような手段は万能薬（panacea）ではないゆえ、経済成長を促進するために、他のオプション

がないかが、より幅広く検討される必要があるとも述べている。

ジャクソンホールでは、こうしたイエレン議長の認識が披露されたのみならず、危機を経て大きく変質した各国の短期金融市場の状況や、それに応じて今後、いかに実際の金融政策運営、金融調節を進めていくのかといった点に関して、他の参加者も含めて幅広い議論が展開されていたようだ。

これに対して、シンポジウムの最後に登壇した日銀の黒田総裁の発言のテキストを見る限りでは「『物価安定の目標』の実現のために必要と判断した場合には、ちゅうちょなく『量』・『質』・『金利』の三つの次元で、追加的な緩和措置を講じていく方針」という従来の「お題目」が繰り返されるのにとどまっていた。マイナス金利導入後、主要市場の中では最も強いダメージを受けているとみられるわが国の短期金融市場を今後、どのように立て直していくのか、これほどまでに拡大した日銀自身のバランスシートと今後、どう折り合いをつけて金融政策運営を行っていくのか、といった点に関する言及は一切なかったようだ。

金融危機後、非伝統的な手段による金融政策運営を展開しつつも、すでに収束に向けてかじを切り、正常化に向けて着々と歩みを進めながら、視線は早くも、その次のステージでの政策運営に向けられているFedとの差はあまりにも大きいと言えるだろう。（了）

[/20160831NNN0038]

(c) Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved